

Discussion Paper Series

**RIEB**

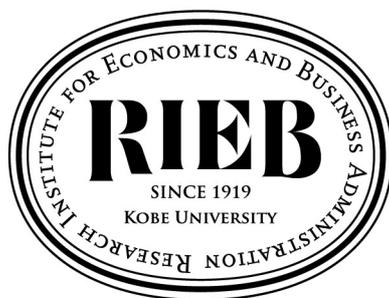
Kobe University

DP2018-J01

最近の人民元の動向について

井澤 秀記

2018年1月9日



神戸大学 経済経営研究所

〒657-8501 神戸市灘区六甲台町 2-1

## 最近の人民元の動向について

井澤 秀 記

### I はじめに

中国の人民元は、2016年10月1日に国際通貨基金（IMF）の特別引出権（以下、SDR）に5番目の通貨として加わった。SDRは、1969年にIMFが国際準備資産を補完するために出資比率に応じて配分され、加盟国はSDRと引き換えにドルなどの自由利用可能通貨を入手することができる。構成通貨とそのウェイトは5年毎に見直され、2015年11月末に決定された5構成通貨のウェイトは、ドルが41.9%から41.73%に、ユーロが37.4%から30.93%に、人民元が初めて10.92%に、日本円が9.4%から8.33%に、ポンドが11.3%から8.09%になり、人民元は第3位に台頭した。このウェイトを基に後述のように2016年9月30日にSDRの価値を構成する通貨量が決定された。

ところで、人民元の為替相場制度は、Ito（2016, p.28）の分類では、

- I 2001年1月～2005年6月 固定
- II 2005年7月～2008年6月 クローリング・ペッグ
- III 2008年7月～2010年6月 固定
- IV 2010年7月～2016年5月 管理フロート（クローリング・ペッグ）

である。中国は2005年7月21日夜にドルペッグから通貨バスケットを参考にした管理フロート制に移行すると公表した。他方、2009年に改訂されたIMFのannual reportの分類によれば、人民元は2009年4月末時点でstabilized arrangement（為替相場が少なくとも6か月間2%の変動幅内にあり、結果として安定していること）であったが、2010年6月末からはcraw-like arrangement（少なくとも6か月間トレンドに対して2%の変動幅内にあり、単調に増価ないし減価しているならば少なくとも年1%の変化率であること）になった。ところが、2016年4月末に2014年12月に遡ってother managed arrangementに修正され、さらに、2017年4月末に2015年11月に遡ってstabilizedに改訂された。

中国人民銀行は、2015年8月11日に市場の実勢をより反映するためとして、前日の終値（16時30分）に基づいて「基準値」を設定すると発表し、前日比1.9%切り下げた。ただし、人民元の対ドル相場の変動幅は、2014年3月17日から基準値の上下2%以内のままである。15年夏から中国からの資本流出で元安になり、中国人民銀行は為替介入を繰り返していたが、SDR入りした16年10月以降は介入を控えたため元安を容認し、リーマン・ショック前後に約2年間固定していた1ドル=6.82～6.83元を割り込み、2016年11月25日に約8年5ヵぶりに6.9168元に基準値を設定した。次期大統領のトランプ氏が「中国を為替

操作国に認定するよう指示する」と公言していたことや、米国の長期金利が上昇していることから元安につながった。中国の外貨準備（IMF リザーブ・ポジション、SDR、金を除く）は、2014年6月のピーク時には4兆ドル近くに達していたが、ドル売り・人民元買い介入により2015、16年と減少し、17年1月末に3兆ドル割れになった。

中国外貨取引センター（CFETS）は、2015年12月11日から13通貨で構成される通貨バスケットの指数（2014年末=100）を毎週金曜日に公表している。例えば、ドルが26.4%、ユーロが21.4%、円が14.7%を占めている。16年2月からは基準値にこの通貨バスケットに対する人民元の変動幅も加味することになった。中国人民銀行は、人民元をドルのみに連動させず実効レートに対して安定させると主張しているが、輸出の下支えになるため対ドルの元安を許容しているとみられる。CFETSは、2017年より通貨バスケットの構成通貨を13から24に増やし、例えばドルのウェイトを22.4%に下げた。

トランプ大統領は、2017年1月31日に中国と日本を名指しで「何年も通貨安誘導を繰り返している」と批判した。米財務省は17年4月14日に公表した半期毎の為替報告書で、選挙中に公約していた中国の為替操作国への認定を見送った。北朝鮮への中国の圧力強化を求めるために外交面から配慮したものとみられる。

本稿では、SDR入り後の人民元の国際化について考察する。次節で、人民元を構成通貨に加えたSDRの通貨量の決定の仕方やSDR金利について説明する。III節で、外貨準備の統計などに基づいて人民元の国際通貨化とそれに逆行する資本規制強化の動向を述べる。最後の節で、人民元の今後の課題に言及する。

## II 人民元の加わったSDRの価値と金利

### (1) SDRの通貨量

バスケット通貨であるSDRの5通貨の各通貨量（ $C_i, i = 1, \dots, 5$ ）は、以下の2つの条件を満たすように決定される。

- ① 新しいバスケットに占める各通貨のシェア（表1の(7) = (5)/(6)）は、2015年11月末に決められているウェイト(8)と等しくする。

$$C_i \cdot BEX_i / \sum C_i \cdot BEX_i = W_i$$

- ② 9月30日に5通貨で構成されるSDRのドル表示での価値（左辺）と4通貨のそれ（右辺）を等しくする。

$$\sum C_i \cdot TEX_i = \text{USD/SDR}$$

$C_i$  について解いて、

$$C_i = (W_i / BEX_i) \cdot \text{USD/SDR} / \sum W_i \cdot \text{TEX}_i / BEX_i$$

ここで、 $W_i$  : ウェイト (2015年11月30日に決定済み)、表中の(8)

$BEX_i$  : 2016年7月1日から9月30日までの平均為替レート (外貨建て)、  
表中の (2)

$TEX_i$  : 2016年9月30日の為替レート (外貨建て)、表中の(1)

USD/SDR : 2016年9月30日時点のSDRのドル建ての価値 (1SDR=1.395813ドル  
であるが、小数点以下6桁を四捨五入して1.39581ドル)

具体的には、表1に示した通りである。 $C_i$  に四捨五入を施して通貨量 (CA) が決定される。なお、為替相場には、イングランド銀行の外国為替デスクが観察するロンドン市場正午の仲値が用いられる。もし、祝日などで利用できない場合にはニューヨーク市場の正午の為替相場が用いられ、それも利用可能でない場合には欧州中央銀行が午後2時15分に公表する為替相場が用いられた。なお、2016年11月1日からは、より透明性のある方法として国際的な指標である WM/Reuters を採用することになった。

表 1 SDR の構成通貨量

	Transition Date Exchange Rates <sup>1/</sup> Sep. 30, 2016 (TEX) (1)	Base Period Avg. Exchange Rates <sup>1/</sup> Jul. 1 - Sep. 30 (BEX) (2)	Final Currency Amounts (CA) <sup>2/</sup> (3)	Currency Amounts		Currency Weights		
				Valued at TEX (1) x (3) (4)	Valued at BEX (2) x (3) (5)	Implied by Final CA (5) / (6) (7)	Board-adopted Weights <sup>4/</sup> (8)	Difference (9)
U.S. dollar	1	1	0.58252	0.582520	0.582520	41.73	41.73	0.00
Euro	1.1166	1.116498	0.38671	0.431800	0.431761	30.93	30.93	0.00
Chinese yuan	0.149837	0.149828	1.0174	0.152445	0.152435	10.92	10.92	0.00
Japanese yen	0.00988631	0.00977142	11.900	0.117647	0.116280	8.33	8.33	0.00
Pound sterling	1.2961	1.313967	0.085946	0.111395	0.112930	8.09	8.09	0.00
On September 30, 2016	SDR1 = US\$	1.39581 <sup>2/</sup>	= Sum	1.39581 <sup>2/5/</sup>	1.395926 (6)			

(出所) IMF (September 30, 2016) p.4

SDR のバスケットに、0.58252 ドル (0.660 ドル)、0.38671 ユーロ (0.423 ユーロ)、11.900 円 (12.1 円)、0.085946 ポンド (0.111 ポンド)、1.0174 人民元が組み入れられることになり、5年間固定される (括弧内は前回の通貨量)。そのため、SDR に占める 5 通貨のウェイトは為替相場の変化によって変化する。

(2) SDR の金利

SDR 金利は、借り入れ国に課す金利や、IMF 融資で使う資金の利用に対し加盟国に支払われる金利を計算する基礎となる。SDR の構成通貨国・地域の代表的な短期証券金利を加重平均した SDR 金利は、毎週金曜日に翌週の金利が決定されるため、人民元が SDR に加わってから初めて SDR の金利（10 月 10 日から 16 日までの 1 週間）が公表された。表 2 に示されるように、0.139%となった。それまでは 4 カ国・地域の低金利を反映して計算上の金利が 0.05%未満で 0.05%と比べてどちらか高い方ということから 0.05%（事実上の金利の下限）であったが、中国の金利が高いため SDR の金利は上昇した。借り入れ国にとっては負担増になる。なお、米国、英国および日本の金利として 3 ヵ月物財務省証券（TB）利回り、ユーロ圏は格付けが AA 以上の 3 ヵ月物国債の利回り、中国は 3 ヵ月物財務省証券の利回りが用いられている。

表 2 SDR の金利（2016 年 10 月 10 日から 16 日までの 1 週間）

Currency	Currency amount under Rule O-1 (A)	Exchange rate against the SDR <sup>1</sup> (B)	Interest rate <sup>2</sup> (C)	Product (A) x (B) x (C)
Chinese Yuan	1.0174	0.108156	2.048200	0.2254
Euro	0.38671	0.803689	-0.670454	-0.2084
Japanese Yen	11.900	0.00695033	-0.315000	-0.0261
U.K. Pound Sterling	0.085946	0.893003	0.180000	0.0138
U.S. Dollar	0.58252	0.721444	0.320000	0.1345
Total				0.1392
Floor for SDR Interest Rate				0.050
<b>SDR Interest Rate<sup>3</sup></b>				<b>0.139</b>

(出所) IMF

### III 国際通貨としての人民元

表3は、国際通貨の機能を民間部門と公的部門に分けて示している。

表 3 国際通貨の機能

	民間部門	公的部門
交換手段 (決済手段)	外国為替市場における取引、媒介通貨 貿易の決済	介入通貨 中央銀行のスワップ協定
計算単位	貿易のインボイス（建値）、 表示通貨	ペッグ、通貨バスケット
価値貯蔵手段	国際銀行負債、国際債 オフショア預金・証券投資	外貨準備

2015年11月のSDRのウェイト決定では、財・サービスの輸出額、外貨準備だけでなく、外国為替取引高、国際銀行負債および国際債残高も用いられた。

中国は2009年に貿易決済で人民元の利用を解禁した。貿易（財・サービス）決済における人民元の利用（中国本土と香港の間の貿易を含む）は、15年の26%をピークに17年第1四半期に14%まで下がった。さらに、国際銀行間通信協会（SWIFT）のデータによれば、国際決済通貨としての人民元は、15年8月には2.79%で円を上回って第4位であったが、資本規制強化により2017年10月に第7位（1.46%）に転落した。

国際決済銀行（BIS）の3年ごとの外国為替市場におけるデータによれば、2016年4月の1営業日あたりで、人民元は4%（売買両面で合計を200%とする）にすぎず、第8位にとどまっている。

香港の人民元預金は、14年末の残高が1兆元超であったが、資本規制強化で半減した。また、外国の企業や個人が中国で保有する金融資産も減少した。

世界の外貨準備の通貨別構成比については人民元はこれまで明らかにされていなかったが、IMFによって2015年にサーベイが実施された。表4のように、2013年末に0.67%、2014年末に1.11%で、SDRに加わっていないオーストラリアドルやカナダドルよりも少なく第7位を占めた。2017年3月末からは四半期毎に公表されることになり、2016年末の人民元は、1.08%にすぎなかった。2016年にシンガポールとフィリピンは人民元を外貨準備に組み込む方針を決めている。欧州中央銀行は外貨準備に2017年前半に5億ユーロ相当のドルを減らして人民元を組み込んだ。

表 4 公的外貨資産の通貨別構成比

(単位：%)

	2013年	2014年	2016年Ⅳ	2017年Ⅰ	2017年Ⅱ	2017年Ⅲ
分類された外貨準備	100	100	78.59	81.07	83.29	85.39
米ドル	61.34	63.67	65.34	64.67	63.83	63.50
ユーロ	23.65	21.03	19.13	19.27	19.93	20.04
英ポンド	4.25	4.07	4.34	4.28	4.42	4.49
日本円	3.34	3.45	3.95	4.52	4.63	4.52
オーストラリアドル	2.23	2.11	1.69	1.77	1.75	1.77
カナダドル	1.97	1.99	1.94	1.90	1.93	2.00
人民元	0.67	1.11	1.08	1.08	1.08	1.12
スイスフラン	0.24	0.23	0.16	0.16	0.17	0.17
その他	2.32	2.35	2.37	2.36	2.27	2.38
未分類の外貨準備	—	—	21.41	18.93	16.71	14.61

(出所) IMF, “Survey on the Holdings of Currencies in Official Foreign Currency Assets 2015” および Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)

最後に、国際通貨化に逆行する資本規制の動向について述べる。中国人民銀行は、2016年6月から銀行への行政指導を通じて資本管理を強化している。元安と中国からの資本流出を牽制するのがねらいである。地域ごとに細かく行政指導の内容を分けており、対象地域は広範囲にわたっている。例えば、翌月の外貨買い需要の調査票の提出（広州）、外貨買い、海外投資などの実績を週ごとの報告（広州、天津など）、500万ドルを超える大口の外貨買い、海外送金、海外企業の買収の事前審査（上海、北京など）、外貨建て債務の期限前償還の原則禁止（北京）、企業撤退時の資金流出の監視強化（広州など）である。秋以降は、一部地域で顧客企業への外貨売り渡しに上限設定も導入した。さらに、中国国内の銀行に対し500万ドル相当額以上の人民元の国外持ち出しにも当局の認可が必要となった。中国では個人の両替を年間5万ドルに制限しているが、2017年に入って銀行の窓口で申請書を提出し用途を申告しなければならなくなった。外貨規制をしたところ、人民元を海外に持ち出して売る動きが顕在化したため、人民元の国境をまたぐ取引も制限を強化している。中国人民銀行は、2017年1月に上海市などでは銀行を経由した人民元の海外流出額が流入額を上回らないように指示し、北京では流出額を流入額の8割に制限した。また、外国企業の中国現地法人が本社に

人民元を貸し付ける「子親ローン」について上限額を自己資本の3割とし、事前の届け出も義務付けた。資本規制が企業活動に影響を及ぼし始めたこともあり、2017年4月中旬になって人民元の海外送金規制は上海と北京で廃止された。

このように、人民元を国際通貨として育成するために必要な金融取引の自由化や国際化と逆行する動きが見られる。

#### IV おわりに

本稿では、2016年10月にIMFの特別引出権（SDR）に加わった人民元のその後の動向について概観した。資本流出による人民元安をドル売り・人民元買いによる介入で抑制を図ったが、SDR入りしてからは露骨な介入ができないこともあり、行政指導の形で資本規制を強化している。これは人民元の国際化に逆行するものである。

中国人民銀行傘下の中国外貨取引センターは、2017年5月26日に人民元の対ドル「基準値」の算出方法を見直し、前日に相場が大きく変動しても翌日の基準値をあまり変動させない「逆周期因子」を導入すると発表した。記者の問いに回答する形式になっている。（補足の抄訳を参照。）具体的な内容は明らかにされていないが、市場の需給を反映せずに当局の裁量で人民元の急落を抑えることが狙いであろう。人民元が真の国際通貨になるためには、「基準値」の恣意性を排除しなければ信認は得られないであろう。

今回のSDRの見直しは、2021年9月30日までに行われる予定である。SDR入りの条件の一つは、「自由に利用可能な」（freely usable）通貨である。これには資本取引の自由化や通貨の交換性は含まれないということでSDR入りが認められたが、できるだけ早く資本規制を撤廃しなければならないであろう。また、2020年までとしている人民元と外貨の交換性を実現しなければならない。

（補足）

記者：最近、人民元の対ドルレートの基準値に逆周期因子を導入したと聞きましたが、本当でしょうか。

回答：そうです。2015年8月11日に人民元の対ドルレートの基準値に（各銀行が）提示する前日の終値を参考することになった。2015年12月11日に人民元の為替レート指数が発表され、2016年2月から終値と通貨バスケットを参考にする基準値が形成された。為替レートは経済ファンダメンタルによって決定されるべきだが、ドル指数が大幅に下落した結果、人民元安になった。非合理的な予想に影響されて、為替レートが行き過ぎるリスクがある。これまでの経験を踏まえて、為替レートの基準値に逆周期因子を導入することが提案された。その理由としては、市場に存在する「バンドワゴン効果」を緩和することである。

参考文献

- IMF, “Currency Amounts in the SDR Basket – Proposed Changes to the Rounding Methodology,” (July 13, 2016)
- , “Review of the Method of Valuation of the SDR—Amendment to Rule-1,” *IMF Policy Paper* (September 30, 2016)
- , 特別引出権 (SDR) ファクトシート (2016年10月5日)
- Ito T., “A New Financial Order in Asia: Will a RMB bloc emerge?” *NBER Working Paper*, no. 22755 (October, 2016)
- 日本経済新聞
- 拙稿、「IMF の改革—SDR とクォータを中心として—」 国民経済雑誌 第 203 巻 第 5 号 pp.11-22 (2011年5月)
- 、「人民元の国際化と特別引出権 (SDR)」 経済経営研究 年報 (経済経営研究所) 第 65 号、pp.1-7 (2016年3月)